

Kuidas investeerida Balti turgudel?

27.märts 2018

Sander Danil

Vanemanalüütik



Tänane seminar

- Peamised makrokeskkonna näitajad ja prognoosid
- Miks ja millal investeerida Balti turgudel
- Balti turgude suundumused
- Konkreetsed ettevõtted ja hinnangud

Peamised makrokeskkonna näitajad ning prognoosid

Valitud makromajanduse näitajad

SKP reaalkasv, %	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Eesti	-4.2	-14.1	2.6	8.3	5.2	1.4	2.9	1.7	2.1	4.4	3.2	2.8
Läti	-3.3	-17.7	-1.3	5.0	4.0	2.6	1.9	2.8	2.1	4.2	3.5	3.2
Leedu	2.9	-14.8	1.6	6.1	3.8	3.5	3.5	2.0	2.3	3.8	2.9	2.6
THI muutus, %												
Eesti	10.6	0.2	2.7	5.1	4.2	3.2	0.5	0.1	0.8	3.7	3.0	2.7
Läti	15.3	3.3	-1.2	4.2	2.3	0.0	0.7	0.2	0.1	2.9	3.4	3.2
Leedu	10.9	4.2	1.2	4.1	3.2	1.2	0.2	-0.7	0.7	3.8	2.9	2.5
Nominaalpalga muutus, %												
Eesti	3.1	-3.2	2.3	0.8	6.9	4.6	6.5	3.3	5.9	6.4	5.5	5.2
Läti	21.0	-12.7	-4.9	3.7	6.1	5.5	8.6	7.7	6.8	9.5	8.8	8.1
Leedu	10.1	-9.9	7.2	6.3	4.2	5.4	4.7	5.8	6.2	8.4	6.7	6.0
Töötuse määr, %												
Eesti	5.5	13.8	16.7	12.3	10.0	8.6	7.4	6.2	6.8	6.9	7.7	8.5
Läti	7.5	18.2	19.5	16.2	15.0	11.9	10.8	9.9	9.6	8.4	7.9	7.3
Leedu	5.8	13.6	17.8	15.4	13.4	11.8	10.7	9.1	7.9	7.3	6.8	6.4

Stabiilne majanduskeskkond

- **Lähiaastatel väljavaated üpris stabiilsed** – keskmise reaalkasv 2.5-3.5%, inflatsiooni stabiliseerumine ning reaalpalga kasvu aeglustumine;
- Balti majandusi toetab **sisetarbitmine** ning **tarbijate suurenenud kindlustunne**;
- **Euroopa abifondide kasutamise** kasv toetab eeldatavalt investeeringuid ja ehitussektorit
- Peamiste kaubanduspartnerite majandustes **kasv, kuid suhteliselt madal**.
- Suurenenud ja jätkuvalt **kõrge ebakindlus maailmamajanduses** (geopoliitilised probleemid, suurenev protektsionism), mis võib negatiivselt mõjutada kaubanduspartnerite majandusi.
- Euroopa Liidu majanduskasv 2017.aastal eeldatavalt 2.3%, kõrgeim viimase 10 aasta jooksul, 2018 oodatakse 2.1% ja 2019 1.9%

Peamised kaubanduspartnerid

- **Soome majandus taastub jõudsalt, kuid kasvutempo lähiaastatel aeglustub**
 - SKT kasvas 2016.aastal 1.9%, eeldatav kasv 2017 3.3% ja 2018 2.7%
 - Peamised kasvumootorid kodumajapidamiste tarbimine ja investeeringud
 - Oodatakse ekspordi kasvu kiirenemist tänu paranevale välisnõudlusele ja konkurentsivõimele
- **Rootsi majanduskasv samuti lähiaastatel aeglustub**
 - SKT reaalkasv peaks aeglustumma 2016.aasta 3.3%-lt 3.2%-le 2017 ja 2.7%-le 2018
 - Majanduskasvu peamised vedajad on eksport ja kodumajapidamiste tarbimine.
 - Keskpanga rahapolitiika soodustab märkimisväärselt kodumajapidamiste elamuinvesteeringuid.
 - Nõrgenenedud Rootsi kroon toetab eksporti.
- **Venemaa majandus pöördus eelmisel aastal kasvule**
 - SKT reaalkasv 2016.aastal -0.2%, kuid 2017 oodatakse 1.7% ja 2018 1.6% kasvu
 - Investeeringud, ehitussektor ja eratarbimine jätkuvalt nõrgad, kuna tarbijate ostujõud madal
 - Naftahinna mõningane tugevnemine on toetamas nii firmade kui majapidamiste kindlustunde kasvu

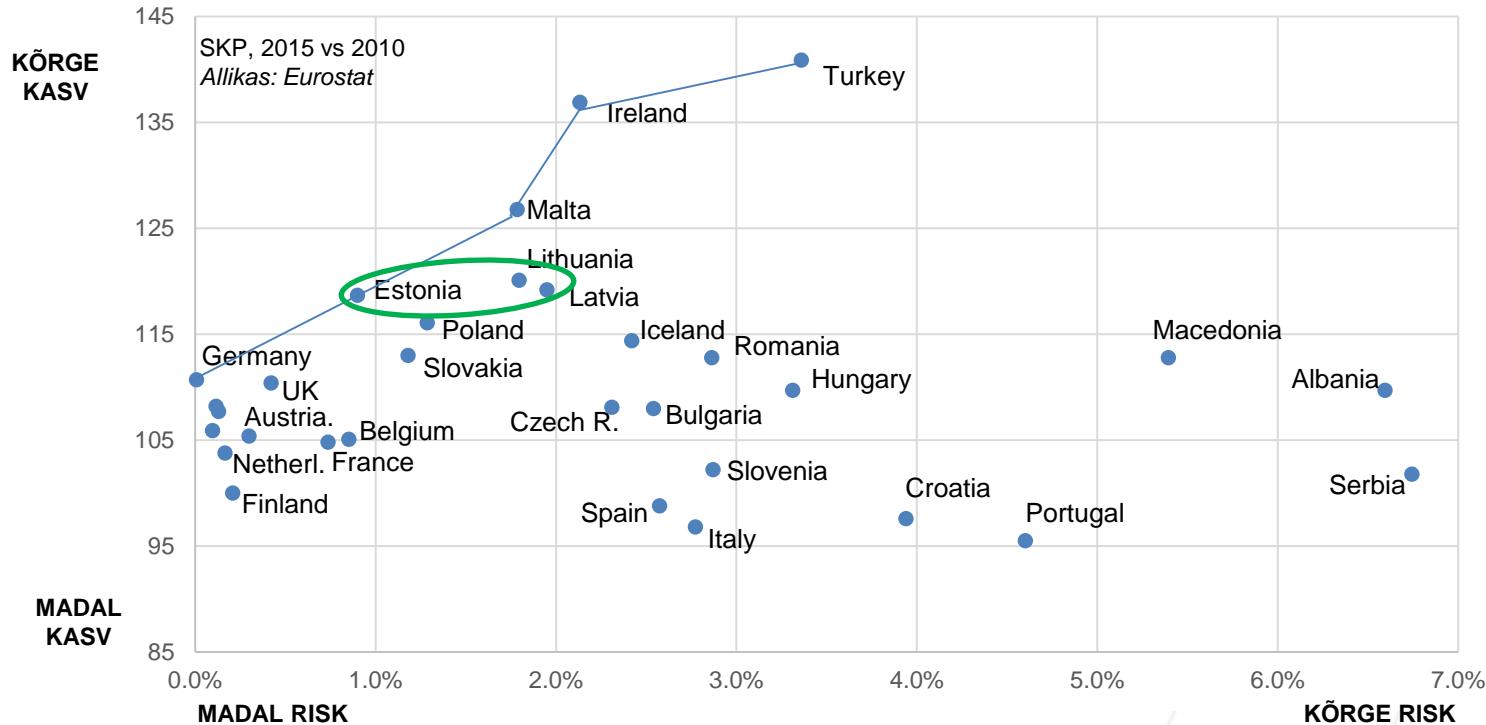


Intressikeskkond ja energiahinnad

- **Intressimäärad järgneval kuni paaril aastal jätkuvalt väga madalad**
 - Euroala intressimäärad püsivad jätkuvalt väga madalad ilmselt ka kogu 2018.aasta
 - Euroala inflatsioon peaks küll kiirenema 2017.aastal 1.5%-ni kuid see on energia hindadest tingitud ajutine kasv ning aeglustub taas 2018 1.4%-le. Alles 2019 aastal oodatakse euroala inflatsiooni kiirenemist vähemalt 1.6%ni. Võimalik, et 2018 lõpus või 2019 alguses vaadatakse rahapolitiika selles valguses üle.
 - Euroopa Keskpanga võlakirjaostude programmi vähendati 2018.aasta alguses 60-lt 30-le miljardile kuus. Programm võidakse lõpetada septembris 2018.
- **Maailmaturu energiahindadel puudub nii selge väljavaade**
 - Brenti toonnafta hind on viimase 12 kuu jooksul kõikunud vahemikus 45-70 USD/barrel, viimased 9 kuud on suund valdavalt tõusule, praegu taas 70 USD/barrel lähdal
 - Ameerika Ühendriikide Energia Informatsiooni Administratsiooni (EIA) Brenti toonnafta keskmise hinna prognoos 2018 ja 2019 aastaks 58.2 ja 57.5 USD/barrel (2016 ja 2017 aasta keskmised: 43.7 ja 54.2)
 - Lühiajaliste tegevuskulude põhjal on USA kildanafta- ja gaasi tootjate tasuvuspunkt ca 15-16 USD/barreli juures. Arvestades pikaajalist kulude taset (sh. investeeringuid) on see ligi 70 USD/barrelit (*Capital Economics*).

Miks ja millal investeerida Balti turgudel

Mõistlik makrotasandi riski ja tulu suhe



Riigi võlakirjadel ning 'CDS spread'il põhinev viie aasta keskmene riigiriski preemia
Allikas: Aswath Damodarani andmebaas

Balti turu eelised/puudused

Peamised eelised:

- suhteliselt kiire majanduskasv, soodne majanduskeskkond
- tuttavamat ettevõtted, ärikeskkond & rohkem informatsiooni (sh eesti keeles)
- madalad teenustasud: 3 EUR + 0,2% (haldustasuta) - võistlik investeerida ka väikeste summadega
- otsese valuutariski puudumine

Puudused ja omapärad:

- madal likviidsus - suuremaid koguseid keeruline kaubelda, lai *spread*
- lühikeseks müük pole võimalik
- puudub võimalus sisestada stopp ordereid

Balti põhinimekirja ettevõtted

Ettevõte	Sümbol	Turg	FF*	Turu-
			FF*	väärtus
			EURm	EURm
Tallink Grupp	TAL1T	TLN	28%	227.9
LHV Group	LHV1T	TLN	49%	140.8
Tallinna Kaubamaja Grupp	TKM1T	TLN	26%	107.0
Šiaulių bankas	SAB1L	VLN	36%	104.4
Olympic Entertainment Group	OEG1T	TLN	34%	98.1
Telia Lietuva	TEL1L	VLN	12%	77.6
Tallinna Vesi	TVEAT	TLN	30%	63.6
Apranga	LNA1L	VLN	34%	49.3
Harju Elekter	HAE1T	TLN	40%	44.3
Novaturas	NTU1L	VLN	51%	42.2
Grigeo	GRG1L	VLN	45%	41.0
Energijos Skirstymo Operatorius	ESO1L	VLN	5%	39.5
Olainfarm	OLF1R	RIG	31%	38.8
Silvano Fashion Group	SFG1T	TLN	38%	37.6
EiTEN Real Estate Fund III	EFT1T	TLN	68%	34.7
Klaipėdos nafta	KNF1L	VLN	17%	33.6

* Free float – avalikkuse hulka kuuluvatele investoritele kuuluv aktsiate osa (hinnanguline)

Ettevõte	Sümbol	Turg	FF*	Turu-
			FF*	väärtus
			EURm	EURm
Linas Agro Group	LNA1L	VLN	28%	32.0
Pieno žvaigždės	PZV1L	VLN	53%	27.5
Merko Ehitus	MRK1T	TLN	13%	26.7
Rokiškio sūris	RSU1L	VLN	28%	26.5
Nordecon	NCN1T	TLN	30%	14.9
Grindeks	GRD1R	RIG	18%	13.3
Vilkyškių pieninė	VLP1L	VLN	32%	13.2
Ekspress Grupp	EEG1T	TLN	31%	12.2
Lietuvos energijos gamyba	LNR1L	VLN	3%	11.1
PRFoods	PRF1T	TLN	27%	8.0
Panėvėžio statybos trestas	PTR1L	VLN	50%	7.4
Arco Vara	ARC1T	TLN	53%	6.7
SAF Tehnika	SAF1R	RIG	40%	6.5
Baltika	BLT1T	TLN	35%	3.8
HansaMatrix	HMX1R	RIG	13%	1.8
Skano Group	SKN1T	TLN	40%	1.1

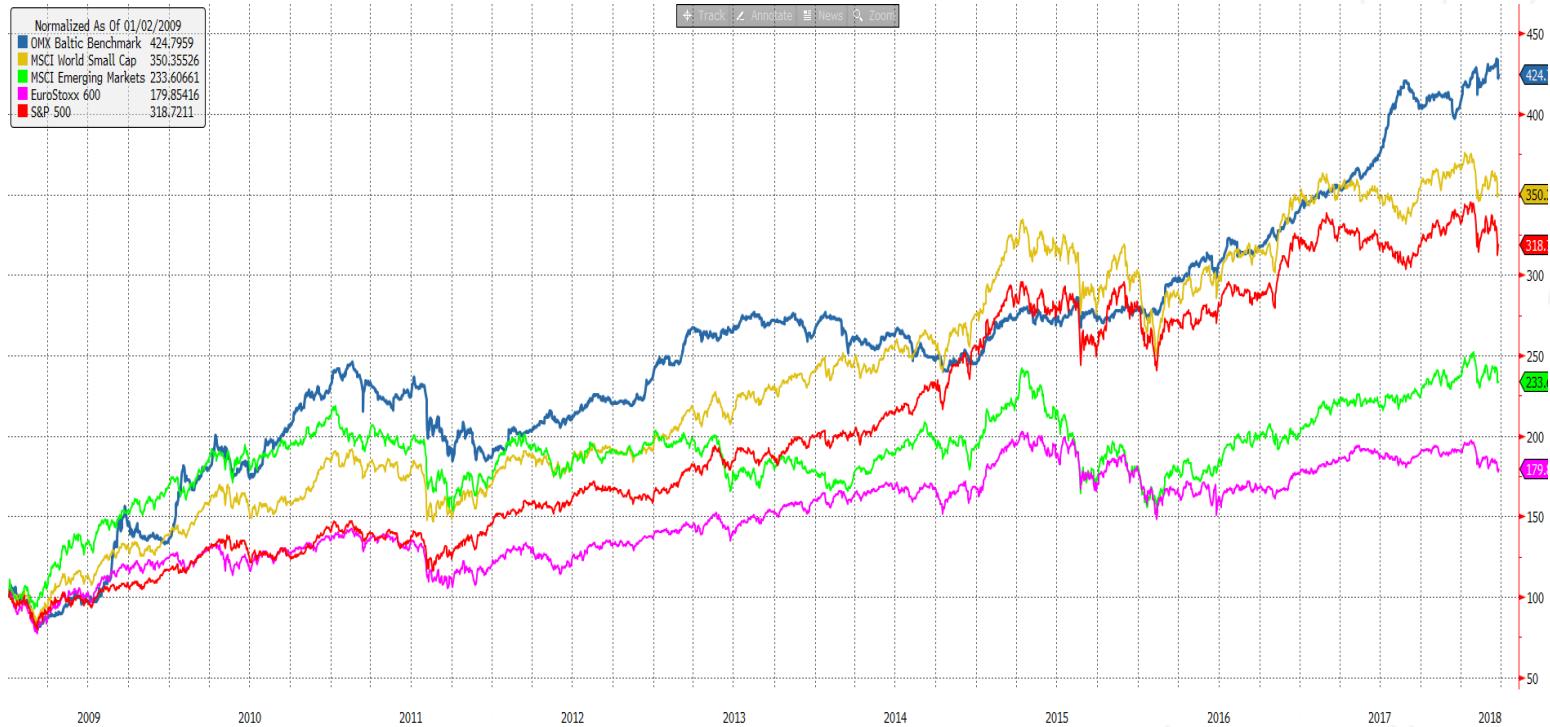
62%

22%

4%



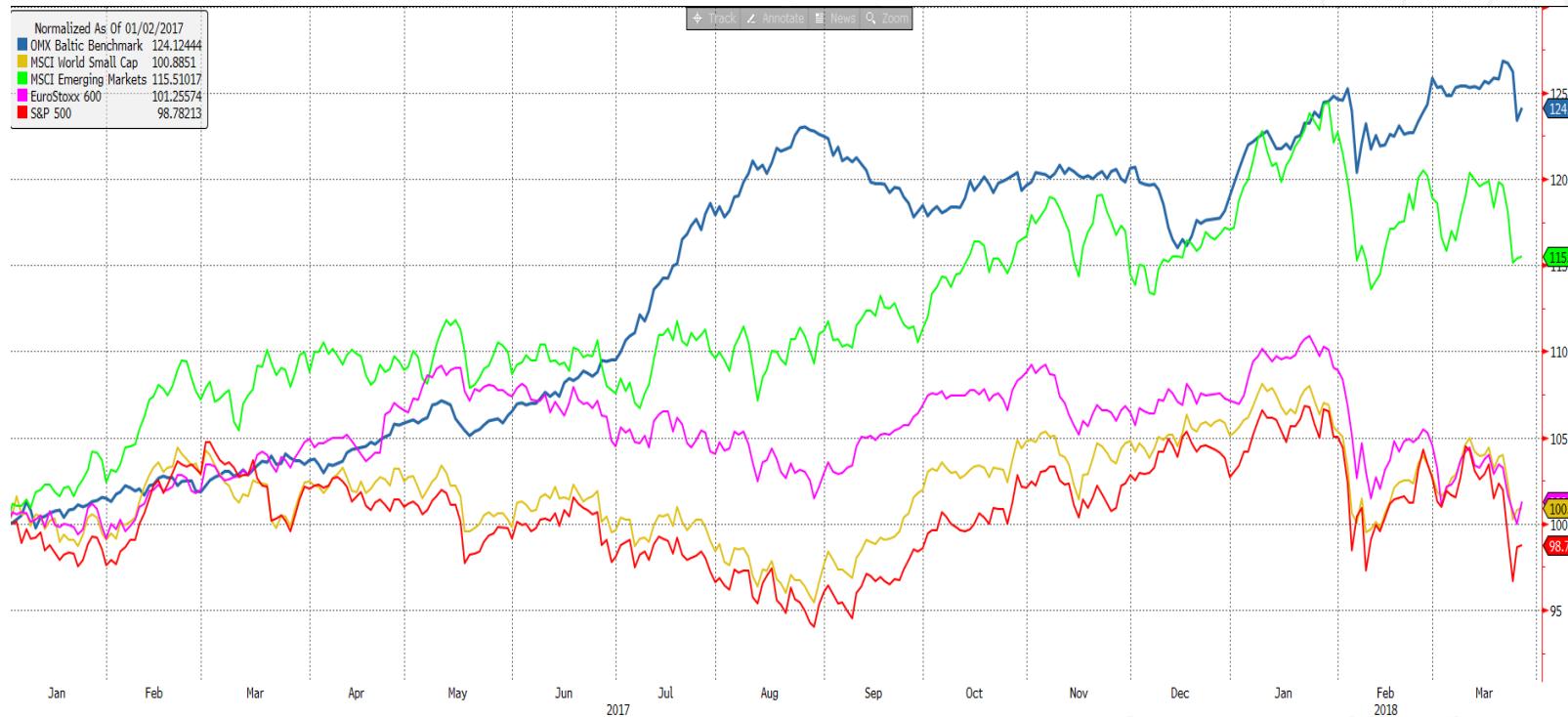
Balti börsid vs maailm – 2009 algusest



Allikas: Bloomberg

LHV

Balti börsid vs maailm – 2017 algusest

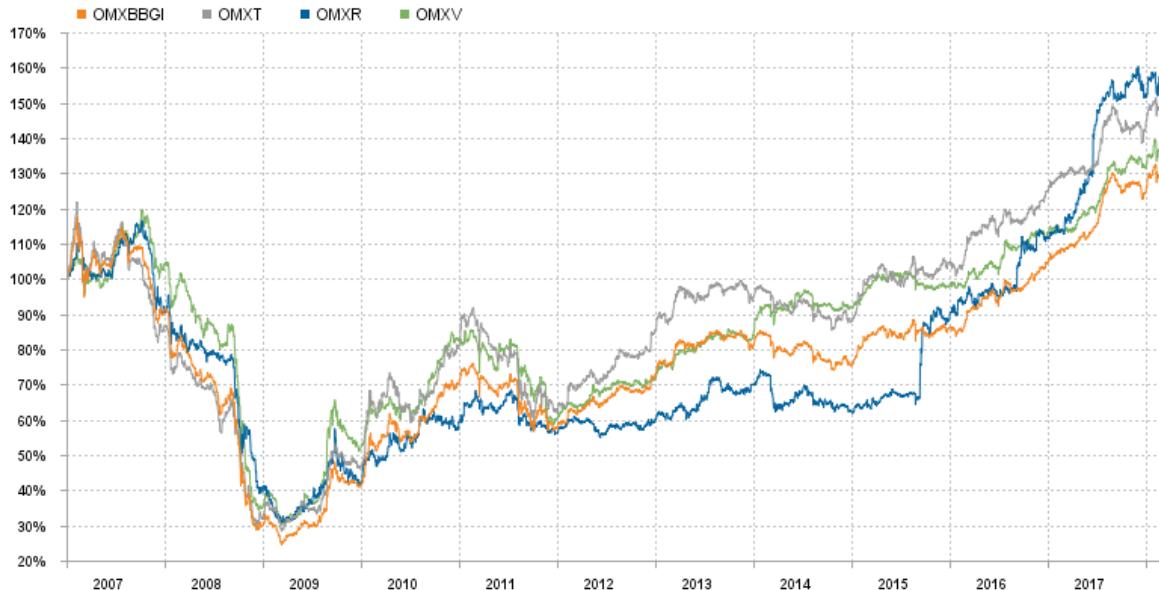


Allikas: Bloomberg

LHV

Balti aktsiaturgude suundumused

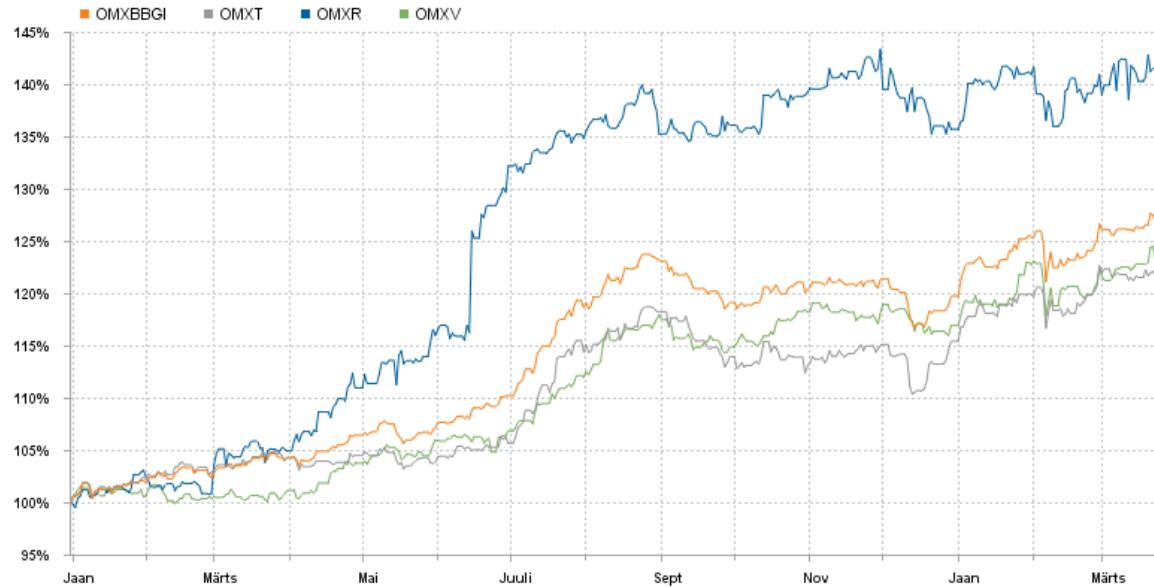
Balti börsid – hoogsalt üle 2007 tippude



Indeks/aktsia	01.01.2007 <small>?</small>	25.03.2018 <small>?</small>	+/-%
— OMX Baltic Benchmark GI	749,13	1 000,96	33,62 ▲
— OMX Tallinn	856,27	1 309,81	52,97 ▲
— OMX Riga	655,54	1 040,16	58,67 ▲
— OMX Vilnius	492,65	688,95	39,85 ▲

Allikas: Nasdaq Baltic

Balti börsid – pärast suvist rallit rahulikumalt



Indeks/aktsia	01.01.2017 ?	25.03.2018 ?	+/-%
— OMX Baltic Benchmark GI	788,17	1 000,96	27 ↑
— OMX Tallinn	1 075,5	1 309,81	21,79 ↑
— OMX Riga	733,77	1 040,16	41,76 ↑
— OMX Vilnius	558,5	688,95	23,36 ↑

Allikas: Nasdaq Baltic

LHV kaetavate Balti firmade koondnäitajad

Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
Käive, EURm	2,650	2,747	2,850	3,081	3,182	3,174
Käibe kasv, %	0.9	3.6	3.8	8.1	3.3	-0.3
Puhaskasum, EURm	102	110	102	157	139	136
Kasum aktsia kohta, EUR	0.10	0.11	0.10	0.15	0.13	0.13
P/E, x	11.8	12.6	14.8	11.7	13.8	14.2
Div. aktsia kohta, EUR	0.04	0.09	0.06	0.08	0.07	0.07
Dividenditootlus, %	3.7	6.5	4.1	4.7	4.0	4.1
P/B, x	0.9	1.0	1.0	1.2	1.2	1.1
EV/Käive, x	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA, x	7.6	7.0	8.1	8.0	8.1	7.7
EV/EBIT, x	13.6	11.9	15.3	13.9	13.9	13.1
Omakapitali tootlus, %	7.3	7.7	6.9	10.3	8.7	8.2
Aktiate arv, mln	1,031	1,031	1,033	1,033	1,036	1,050
Turuväärtus, EURm	1,202	1,395	1,509	1,828	1,922	1,925
EV, EURm	2,094	2,088	2,234	2,519	2,594	2,507
EBITDA, EURm	274	300	274	316	320	327
EBIT, EURm	154	176	146	182	186	191
Omakapital, EURm	1,406	1,465	1,491	1,560	1,639	1,700
Dividendid, EURm	45	91	62	85	77	78

- Oluline käibe ja kasumlikkuse kasv 2017
- Sel aastal ootame keskmiselt 3-4% käibekasvu, 2019 stabiliseerumist
- 2018E kasvud: EBITDA vaid 1%, EBIT 2.4%
- Aktsiahindade kasv suuremas osas seotud kasumite kasvuga
- Võrreldes USA ja Lääne-Euroopaga aktsiate suhtarvud endiselt madalamad
- Võrdluseks, Bloombergi andmetel USA S&P 500 indeksi ettevõtete keskmene 12-kuu ettevaatav P/E 16.9, EuroStoxx 600 ettevõtetel 14.2, MSCI Emerging Markets 12.2
- Balti turukapitalisatsioon kokku 7.6 mld, s.h. põhinimekiri 5.8 mld, lisanimekiri 1.7 mld. Market Cap/GDP Baltikum kokku umbes 9%, üks väiksemaid maailmas, maailma keskmene ligikaudu 100%

Allikad: Ettevõtete andmed, LHV, sisaldab ainult ettevõtteid, millel on kehtivad prognoosid



Mõned tähelepanekud Balti turgude arengust

- **Suuremad noteeritud firmad jõudmas stabiilse arengu faasi**
 - Aeglustuv käibe ja kasumi kasv
 - Ettevõtted valmis maksma suuremaid dividende, atraktiivne dividenditootlus
 - Otsitakse aktiivselt kasvuvõimalusi väljaspool Baltikumi
 - Võimalikud on ostud, ühinemised ja ülevõtmised (M&A)
- **Ootame uute firmade tulekut börsile ning aktiivsuse kasvu**
 - Balti riikide valitsused on astumas samme kohaliku kapitalituru elavdamiseks
 - Üheks sammuks on osaluste müük riigile kuuluvates ettevõtetes ja noteerimine börsil
 - Tallinna Sadam, Enefit Green (EE tütarettevõte)?
 - Pensionifondid on üha enam huvitatud investeeringimisest koduregiooni, LHV esirinnas
- **Väike- ja keskmiste ettevõtete huvi kasv börsi kaudu kapitali kaasamiseks**
 - HansaMatrix, Linda Nektar, MADARA Cosmetics
 - Väikefirmadele hea võimalus – First North kauplemisplatvorm
 - Lähemal ajal uusi tulijaid, jälgige uudiseid

Oodatavad dividendid 2018

Ettevõte	Sümbol	Turg	Oodatav dividend	Hetke hind	Dividendi tootlus
Apranga	APG1L	VLN	0.20	2.63	7.6%
HansaMatrix	HMX1R	RIG	0.08	7.65	1.0%
Harju Elekter	HAE1T	TAL	0.24	6.24	3.8%
Klaipedos Nafta	KNF1L LH	VIL	0.02	0.52	3.8%
Linda Nektar	LINDA	TAL	0.08	7.05	1.1%
Merko Ehitus	MRK1T	TAL	1.00	11.60	8.6%
Olainfarm	OLF1R	RIG	0.21	8.90	2.4%
Siauliu Bankas	SAB1L	VLN	0.005	0.63	0.8%
Silvano Fashion Group	SFG1T	TAL	0.10	2.75	3.6%
Tallink Grupp	TAL1T	TAL	0.03	1.10	2.7%
Tallinna Kaubamaja	TKM1T	TAL	0.69	10.15	6.8%
Tallinna Vesi	TVEAT	TAL	0.50	10.65	4.7%
Valmieras Stikla Skiedra	VSS1R	RIG	0.10	3.50	2.9%

- Mitmed firmad pakuvad head dividenditootlust
- Rohelisega märgitud firmadel on juhtkonna ettepanek aktsionäride koosolekuks
- Osadel firmadel on suur dividend pigem erakorraline ja mitte jätkusuutlik
- Silvano Fashion juba maksis EUR 0.30 jaanuaris
- Tuleb tähele panna maksustamist – 2018 saadud dividend tuleb 2019 deklareerida ning võib mõjutada maksuvaba tulu suurust

Allikad: Ettevõtete andmed, LHV

Konkreetsed ettevõtted ja hinnangute taust

Balti analüüsid

Initiation of coverage

Commercial Real Estate Investment Fund

28th February 2017

Baltic Horizon Fund

Building a Portfolio

Senior Analyst: Shana Vida Gavon, Analyst: Benjamin Toomiste
Contact: shana.gavon@lhv.ee, benjamin.toomiste@lhv.ee

Fair value range (EUR): 1.40-1.60
Unit price (EUR): 1.280
Symbol: NHCBHF

Investment Summary

Fairly valued at EUR 1.40-1.60

The Baltic Horizon Fund (NHCBHF) is a newly-listed evergreen, contractual investment vehicle managed by Nordic Horizon Capital Management AB. It was established to be included in the Fund List of the Nasdaq Baltic Stock Exchange on 6 July 2016, the fund raised a second round of capital worth EUR 20.6m in December 2016, when it also listed on the Nasdaq Stockholm Stock Exchange. The fund is the first listed Baltic REIT style vehicle. This capital was raised to finance the expansion of its property portfolio under management.

The fund invests directly in commercial properties in the three Baltic States, particularly in the capitals, Tallinn, Riga and Vilnius. The properties are not located in the centre of the capitals, for example in late December 2016 it purchased a shopping centre in Pärnu, Estonia. On the outside of Tallinn, the majority of the properties into which the fund invests are already cash-generating. Targeted properties include those in retail, office and logistical segments. The fund has a long-term strategy of finding long-term tenants and long-term leases. The targeted tenants include either local commercial leaders, governmental offices or the Baltic headquarters of leading international companies.

The fund already owns nine properties that offer tenants over 83,200 sqm of net leasable area. This provides it with stable rental income, with low vacancy rates and quality, and thus highly demandable properties. In addition to this, in the long run, the Baltic Horizon Fund aims to distribute 80% of distributable cash flows in the form of dividends to its unit holders.

In order to assess the value of the fund, we have used six methods, including:

Key Numbers	2014	2015	2016E	2017E*	2018E*	2019E*
Sales (EURm)	3.9	8.1	10.5	16.8	18.0	18.3
Sales growth (%)	25.6	100.8	28.7	60.8	6.9	1.5
Net profit (EURm)	2.0	5.5	5.8	6.8	7.0	7.2
EPS (EUR)	0.10	0.23	0.12	0.12	0.13	0.13
PIE (x)	n.a.	n.a.	11.0	10.8	10.5	10.3
DPS (EUR)	4.23	7.05	0.02	0.08	0.10	0.10
Dividend yield (%)	n.a.	n.a.	1.8	6.0	7.9	7.8
PB (x)	n.a.	n.a.	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/Sales (x)	n.a.	n.a.	11.7	8.8	8.1	7.9
EV/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT (x)	n.a.	n.a.	15.7	15.1	13.8	13.5
ROE (%)	1.2	3.3	3.4	4.1	4.2	4.3

Source: Baltic Horizon Fund, LHV *2017-19E multiples are based on the share price of EUR 1.289 per share



- Dividend yield
- Net appraised value
- P/BV
- P/E/PRA NAV
- Score Adjusted P/E/PRA NAV

The last measure is an LHV-determined metric that takes into account four qualitative aspects of the fund's portfolio. We developed this metric as we believe that, when comparing the Baltic Horizon Fund with its peers, there are still some important qualitative factors that are not reflected in the multiples. For example, there are some significant differences in terms of the property portfolios of each company, with different levels of exposure to country, city or sector. Therefore, when it comes to the fair value, we have to assume that the PE/PRA NAV is the main determinant of value for these companies, it does not allow us to take into account other factors such as the property portfolio, the sectors in which it owns properties, the countries in which the properties are located and the vacancy rates.

While we use a standard PE/PRA NAV for comparison, we have also tried to compensate for the limitations by developing a scoring system that includes the PE/PRA NAV as well as some of these additional factors. This weighted PE/PRA NAV multiple represents operating risks, making it simpler to articulate the companies' inherent strengths, rather than relying purely on

Ettevõtted mida katame:

Tallinna Börs

1. Arco Vara
2. Baltic Horizon Fund
3. Baltika
4. Harju Elekter
5. Linda Nektar
6. Merko Ehitus
7. Nordecon
8. Olympic EG
9. Silvano Fashion Group
10. Tallink Grupp
11. Tallinna Kaubamaja
12. Tallinna Vesi

Riia Börs

1. HansaMatrix
2. Olainfarm
3. Valmieras Stikla Skiedra
4. MADARA Cosmetics

Vilniuse Börs

1. Apranga
2. Klaipedos Nafta
3. Linas Agro
4. Siauliu Bankas

Sagedus:

- Baltic Insight (vastavalt vajadusele ja uudisvoole)
- Results Review/Comments (kvartaalselt)



LHV kaetavad ettevõtted

Ettevõte	Sümbol	Turg	Hinna vahemik	Hetke hind
Apranga	APG1L	VLN	2.85-3.15	2.62
Arco Vara	ARC1T	TAL	1.40-1.55	1.41
Baltika	BLT1T	TAL	0.35-0.40	0.26
HansaMatrix	HMX1R	RIG	8.50-8.90	7.65
Harju Elekter	HAE1T	TAL	4.00-4.20	6.24
Klaipedos Nafta	KNF1L	VIL	0.55-0.65	0.52
Linas Agro	LNA1L	VIL	0.70-0.80	0.72
Linda Nektar	LINDA	TAL	Ülevaatamisel	7.05
Merko Ehitus	MRK1T	TAL	8.70-9.20	11.60
Nordecon	NCN1T	TAL	Ülevaatamisel	1.22
Olainfarm	OLF1R	RIG	Ülevaatamisel	8.90
Olympic Entertainment Grupp	OEG1T	TAL	Peatatud	1.90
Siauliu Bankas	SAB1L	VLN	Ülevaatamisel	0.64
Silvano Fashion Group	SFG1T	TAL	Ülevaatamisel	2.65
Tallink Grupp	TAL1T	TAL	1.00-1.10	1.08
Tallinna Kaubamaja	TKM1T	TAL	8.10-9.00	10.10
Tallinna Vesi	TVEAT	TAL	Ülevaatamisel	10.60
Valmieras Stikla Skiedra	VSS1R	RIG	3.40-3.60	3.50

- LHV's hetkel 1 *sell-side* aktsiaanalüütik
- Hinnang aktsiale antakse õiglase väärtsuse vahemikuna
- Hetkel mitme ettevõtte hinnangud ülevaatamisel või peatatud
- Hoogne tõus viinud mitmed hinnatasemed üle õiglase väärtsuse vahemiku

Likviidsemad ja populaarsemad

Tallink, Tallinna Kaubamaja, Tallinna Vesi, Siauliu
Bankas, Silvano Fashion

Tallink Grupp – palju mõjureid

- ✓ Uus laev ja muudatused liinidel – reisijate arvu kasv
- ✓ Keskkond toetab reisimise ja tarbimise kasvu
- ✓ Tugevad arengud kaubavedudes
- ✓ LNG kütusena (vähendab kütusekulu)
- ✓ Tugev rahavoog

- ✗ Üldiselt kallimad kütuse hinnad
- ✗ Tihe konkurents (2017 Vikingi FSTR Tallinn-Helsingi; uus laev 2020).
- ✗ Alkoholiaktsiisiide tõus Eestis
- ✗ Strateegiliste valikute protsess lõppes tulemusteta

	Turuhind		Hinnasiht			
	Tallink Grupp	1.10	1.00-1.10			
Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
Käive, EURm	921	945	938	967	979	989
Käibe kasv, %	-2.2	2.6	-0.8	3.1	1.2	1.1
Puhaskasum, EURm	27.3	59.1	44.1	49.3	56.0	50.0
Kasum aktsia kohta, EUR	0.04	0.09	0.07	0.07	0.08	0.07
P/E, x	16.6	9.7	13.9	17.0	13.2	14.7
Div. aktsia kohta, EUR	0.02	0.08	0.03	0.03	0.04	0.04
Dividenditootlus, %	3.0	9.3	3.3	2.4	3.6	3.6
P/B, x	0.6	0.7	0.8	1.0	0.8	0.8
EV/Käive, x	1.2	1.1	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA, x	7.5	5.7	7.3	8.1	7.5	7.1
EV/EBIT, x	16.0	10.1	15.2	17.5	15.2	14.2
Omakapitali tootlus, %	3.5	7.4	5.4	6.0	6.5	5.6

Allikas: Tallink Grupp, LHV, 2018-19E kordajad arvutatud hinnaga 1.10 eurot

Tallinna Vesi – kohtuvaidlus läbi, ebakindlus püsib

- ✓ Monopol
- ✓ Varade omanik
- ✓ Seni tugev dividendiaktsia
- ✓ Uute tariifide avaldus esitati konkurentsiametile praeguste tariifide lähedal
- ✓ Kohtuotsus võimaldab edasi vaielda

- ✗ Ebakindlus püsib uute tariifide suhtes
- ✗ Võimalikud erinevad stsenaariumid, halvimal juhul võivad tariifid siiski kukkuda kuni 25%
- ✗ Võimalikud hagid klientide poolt
- ✗ Rahvusvaheline vahekohtu menetlus pooleli

	Tallinna Vesi	Turuhind		Hinnasiht	
		10.65	Ülevaatamisel		
Võtmenäitajad		2014	2015	2016	2017
Käive, EURm		53	56	59	60
Käibe kasv, %		0.3	5.0	5.5	1.4
Puhaskasum, EURm		17.9	19.9	18.4	7.2
Kasum aktsia kohta, EUR		0.90	0.99	0.92	0.36
P/E, x		14.6	13.9	15.0	28.2
Div. aktsia kohta, EUR		0.90	0.90	0.91	0.55
Dividenditootlus, %		6.9	6.5	6.6	5.4
P/B, x		3.0	3.1	3.1	2.4
EV/Käive, x		6.0	6.0	5.7	4.3
EV/EBITDA, x		10.4	10.5	10.9	15.0
EV/EBIT, x		12.9	13.1	13.7	23.4
Omakapitali tootlus, %		20.6	22.5	20.6	8.2

Allikas: Tallinna Vesi, LHV

Tallinna Kaubamaja – tugev dividend

- ✓ Tugev dividendide maksmise võimekus
- ✓ Hajutatud toodete ja tegevuste portfell
- ✓ Keskendumine keskklassi klientuurile
- ✓ Jätkuv tugi sisetarbitmise kasvust
- ✓ Oodatav Tallinna Kaubamaja laiendus

- ✗ Ligi 100% väljamakse kordaja ei ole jätkusuutlik, eriti planeeritava Tallinna Kaubamaja laienduse investeeringu valguses
- ✗ Väga tugev konkurents supermarketite segmendis, Lidl tulekul veel karmim
- ✗ Madalad marginaalid
- ✗ Tugev sõltuvus makromajanduse käekäigust

	Turuhind	Hinnasiht					
Tallinna Kaubamaja	10.1	8.10-9.00					
Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	
Käive, EURm	535	555	598	651	674	690	
Käibe kasv, %	7.3	3.8	7.7	8.8	3.5	2.4	
Puhaskasum, EURm	20.3	22.1	25.7	29.8	30.3	30.8	
Kasum aktsia kohta, EUR	0.50	0.54	0.63	0.73	0.74	0.76	
P/E, x	10.2	12.4	13.0	12.6	13.6	13.3	
Div. aktsia kohta, EUR	0.15	0.40	0.52	0.69	0.59	0.61	
Dividenditootlus, %	2.9	5.9	6.3	7.5	5.9	6.0	
P/B, x	1.2	1.5	1.6	1.8	2.2	2.1	
EV/Käive, x	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	
EV/EBITDA, x	8.1	8.3	8.5	8.8	9.3	8.9	
EV/EBIT, x	11.8	13.0	12.7	12.0	13.0	12.6	
Omakapitali tootlus, %	11.9	12.5	13.4	14.5	14.3	13.9	

Allikas: Tallinna Kaubamaja, LHV, 2018-19E kordajad arvutatud hinnaga 10.10 eurot aktsia kohta

Siauliu Bankas – suur tõus tehtud, kuid huvitav

- ✓ Suurim kohalikul kapitalil põhinev Leedu pank
- ✓ Laenuportfelli kasvu potentsiaal
- ✓ Jätkuv tugi Euroopa Rekonstruktsiooni- ja Arengupangalt (EBRD)
- ✓ 2017 kasumi langus suuresti EBRD konverteeritava laenu ümberhindlusest
- ✗ Aktsia hind teinud juba läbi suure tõusu, valuatsioon endiselt huvitav
- ✗ Geograafilise hajutatuse puudumine – ainult Leedu turg
- ✗ Leedu panganduse maine kahjustatud teiste kohalike pankade tõttu (Snoras ja Ukio)

	Turuhind	Hinnasiht		
	Siauliu Bankas	0.632	Ülevaatamisel	
Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017
Neto Intressitulud, EURm	39.8	48.8	53.9	57.2
Neto komisjonitulud, EURm	6.5	8.0	9.4	11.0
Puhaskasum, EURm	11.8	23.8	43.7	32.1
Kasum aktsia kohta, EUR	0.04	0.08	0.12	0.07
P/E, x	6.7	3.7	3.7	8.0
Div. aktsia kohta, EUR	0.00	0.00	0.01	0.01
Dividenditootlus, %	0.3	0.7	1.1	0.8
P/B, x	0.7	0.7	0.9	1.4
NIM, %	5.5	6.2	6.0	5.6
Varade tootlus, %	0.7	1.4	2.3	1.6
Omakapitali tootlus, %	11.0	17.4	24.3	15.3
Laenud / Deposiidid, %	50.9	59.3	63.8	66.6

Allikas: Siauliu Bankas, LHV

Silvano Fashion – siitturu tarbija nõrk, dividend hea

- ✓ Kaubamärgi suur tuntus siitturgudel
- ✓ Laenuvaba
- ✓ Madal investeeringute vajadus võimaldab väljamakseid aktsionäridele
- ✓ Hea dividendide ajalugu ja potentsiaal

- ✗ Siitturgude tarbijate ostuvõime jätkuvalt nõrk ning kiiret paranemist ei pruugi tulla
- ✗ Raamatupidamislikud valuutakursi muutuste mõjud moonutavad kasumit
- ✗ Jaanuaris juba maksti EUR 0.30 dividend

	Turuhind	Hinnasiht		
Silvano Fashion Group	2.75	Ülevaatamisel		
Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017
Käive, EURm	101	65	58	62
Käibe kasv, %	-17.1	-35.3	-11.3	7.7
Puhaskasum, EURm	9.1	9.7	7.9	10.9
Kasum aktsia kohta, EUR	0.24	0.25	0.21	0.30
P/E, x	4.9	5.0	13.8	9.6
Div. aktsia kohta, EUR	0.10	0.25	0.25	0.50
Dividenditootlus, %	8.5	19.5	8.4	17.4
P/B, x	1.0	1.2	2.5	2.5
EV/Käive, x	0.3	0.4	1.5	1.3
EV/EBITDA, x	2.0	1.6	4.7	5.4
EV/EBIT, x	2.5	1.9	5.3	5.9
Omakapitali tootlus, %	18.4	22.1	19.0	25.9

Allikas: Silvano Fashion Group, LHV

Tugi sisetarbimise ja investeeringute kasvust

Apranga, Baltika, Merko Ehitus, Nordecon

Apranga – stabiilne dividendiaktsia

- ✓ Tugev turupositsioon Baltikumis
- ✓ Lai brändide valik
- ✓ Jätkuv tugi sisetarbitmise kasvust
- ✓ Juhtkonna 2018 käibe prognoos +3.6%
- ✓ Stabiilne dividendide maksja

- ✗ Palgasurve ohustab kasumlikkust
- ✗ Piiratud laienemisväljavaated
- ✗ Sõltub suuresti Inditex (Zara) frantsiisist

	Turuhind	Hinnasiht					2014	2015	2016
	Apranga	2.63	2.85-3.15						
Võtmenäitajad									
Käive, EURm		146	159	173	182	190	197		
Käibe kasv, %		8.2	8.5	8.7	5.6	4.3	3.5		
Puhaskasum, EURm		11.2	10.4	11.2	13.8	12.6	12.9		
Kasum aktsia kohta, EUR		0.20	0.19	0.20	0.25	0.23	0.23		
P/E, x		12.9	13.7	12.7	10.1	11.6	11.3		
Div. aktsia kohta, EUR		0.13	0.12	0.16	0.20	0.18	0.18		
Dividenditootlus, %		5.0	4.7	6.2	7.9	6.9	7.0		
P/B, x		3.2	2.9	2.7	2.4	2.4	2.3		
EV/Käive, x		1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7		
EV/EBITDA, x		7.9	7.8	7.0	5.8	5.9	5.6		
EV/EBIT, x		11.2	11.5	10.3	8.1	8.4	8.0		
Omakapitali tootlus, %		25.4	22.0	21.8	24.7	21.3	21.0		

Allikas: Apranga, LHV, 2018-19E kordajad arvutatud hinnaga 2.63 eurot aktsia kohta

Baltika – taastumise tõehetk

- ✓ Jätkuv tugi sisetarbitmise kasvust
- ✓ Firma jõudnud taas kasumi piirile, 2017 2.kv ja 4.kv kasumis
- ✓ Kontroll ettevõttes liikumas Soome päritolu investorite kätte, vajadusel võimalik täiendav kapitalisüst
- ✓ Frantsiisivõrk Venemaal ja Ukrainas lisab potentsiaali kui sealsed turud taastuvad
- ✗ Väga tugev konkurents
- ✗ Madal käibe kasv
- ✗ Jätkuvalt habras finantspositsioon
- ✗ Aktsia madal likviidsus
- ✗ Keskmisest riskantsem investeering

	Turuhind	Hinnasiht				
Baltika	0.26	0.35-0.40				
Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
Käive, EURm	48	49	47	47	49	50
Käibe kasv, %	-18.0	2.0	-3.7	1.0	2.2	2.2
Puhaskasum, EURm	-1.3	-6.4	0.2	0.1	0.8	0.9
Kasum aktsia kohta, EUR	-0.03	-0.16	0.00	0.00	0.02	0.02
P/E, x	n.m.	n.m.	65.2	179.4	12.8	11.5
Div. aktsia kohta, EUR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividenditootlus, %	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B, x	2.2	2.9	2.3	2.0	1.8	1.5
EV/Käive, x	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA, x	13.2	21.1	9.1	8.7	7.4	6.8
EV/EBIT, x	29.0	n.m.	25.9	26.5	14.2	12.1
Omakapitali tootlus, %	-12.5	-94.0	3.6	1.1	14.8	14.2

Allikas: Baltika, LHV, 2018-19E kordajad arvutatud hinnaga 0.26 eurot aktsia kohta

Merko Ehitus – hea kasv, aga pigem kallis

- ✓ Suhteliselt kõrge pooleliolevate tööde portfell – EUR 344m 2017
- ✓ Korterite arendus toetab ehitustegevust
- ✓ Kasutamata Euroopa abifondid kontsentreeruvad 2017-2020 aastatele
- ✓ Kasumi jagamine aktsionäridega, plaanitav dividend sel aastal EUR 1.0
- ✓ Tugev finantspositsioon

- ✗ Väga tihe konkurents
- ✗ Tulevikus objektide kasumlikkus võib olla madalam kui varem
- ✗ Stabiliseerunud korterite hinnakasv Tallinnas
- ✗ Selle aasta dividend pigem erakorraliselt suur
- ✗ Lepingute portfell 4.kv kahanes, uusi tuleb vähem

	Turuhind	Hinnasiht				
Merko Ehitus	11.70	8.70-9.20				
Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
Käive, EURm	252	251	252	318	366	300
Käibe kasv, %	-4.0	-0.5	0.4	26.0	15.2	-18.0
Puhaskasum, EURm	12.4	10.0	6.1	14.7	12.4	12.9
Kasum aktsia kohta, EUR	0.70	0.56	0.35	0.83	0.70	0.73
P/E, x	10.2	15.0	26.2	10.6	16.7	16.0
Div. aktsia kohta, EUR	0.64	0.51	0.41	1.00	0.49	0.51
Dividenditootlus, %	9.0	6.0	4.5	11.4	4.2	4.4
P/B, x	1.0	1.2	1.3	1.2	1.6	1.5
EV/Käive, x	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7
EV/EBITDA, x	6.8	9.1	15.4	7.9	13.4	12.6
EV/EBIT, x	8.0	11.3	22.4	9.0	16.6	15.3
Omakapitali tootlus, %	10.0	7.9	4.9	11.6	9.5	9.7

Allikas: Merko Ehitus, LHV, 2018-19E kordajad arvutatud hinnaga 11.70 eurot aktsia kohta

Nordecon – kasv hea, kasumlikkus nõrk

- ✓ Suhteliselt tugev pooleliolevate tööde portfell – EUR 144m 2017
- ✓ Tugev müükikasv viimasel kahel aastal
- ✓ Kasutamata Euroopa abifondid kontsentreeruvad 2017-2020 aastatele
- ✓ Eelmisel aastal korralik dividend
- ✗ Ukraina varade allahindluse risk
- ✗ Väga tihe konkurents
- ✗ Võidetud objektide kasumlikkus võib olla madalam kui varem
- ✗ Kasumlikkus tugeva surve all 2017

	Turuhind		Hinnasiht	
	Nordecon	1.22	Ülevaatamisel	
Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017
Käive, EURm	161	146	183	231
Käibe kasv, %	-7.1	-9.8	26.0	26.2
Puhaskasum, EURm	2.0	0.2	3.0	1.4
Kasum aktsia kohta, EUR	0.06	0.01	0.10	0.04
P/E, x	16.7	193.4	13.4	27.4
Div. aktsia kohta, EUR	0.03	0.06	0.16	0.06
Dividenditootlus, %	2.8	5.7	11.7	4.9
P/B, x	0.9	0.9	1.1	1.1
EV/Käive, x	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA, x	8.2	8.1	8.2	19.0
EV/EBIT, x	11.8	11.9	12.0	53.8
Omakapitali tootlus, %	5.8	0.5	8.6	4.0

Allikas: Nordecon, LHV

Selged märgid tulemuste paranemisest

HansaMatrix, MADARA Cosmetics, Harju Elekter,
Olainfarm, Valmieras Stikla Skiedra

HansaMatrix – hea müügikasv ja kasumlikkus

- ✓ 2017 oluliselt kasvatatud tootmisvõimsust
- ✓ Ventspils tehases uus tootmisliin, ligikaudu kahekordistades tootmisvõimsuse, investeeringud Parogre tehases tõtsid võimsust 20%
- ✓ Panustatakse oma R&D meeskonna kasvu, 2017 seisuga 22 inseneri, sealhulgas 6 PhD
- ✓ Juhtkonna eesmärgid aastaks 2020 – käive EUR 30m, EBITDA marginaal 12-15%
- ✓ 47% osalus SIA “Lightspace Technologies” – patenteeritud mitmekihiline 3D tehnoloogia

- ✗ Aktsia madal likviidsus
- ✗ Pikemas perspektiivis marginaalid pigem alanevad
- ✗ Oma arendustegevus võimaldab kõrgemat lisandväärust, kuid ka suurendab riske

	Turuhind	Hinnasiht				
HansaMatrix	7.65	8.50-8.90				
Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
Käive, EURm	10.7	13.4	17.0	19.7	23.0	26.1
Käibe kasv, %	3.6	24.9	27.0	16.0	16.9	13.5
Puhaskasum, EURm	-2.0	1.1	0.6	1.5	1.3	1.5
Kasum aktsia kohta, EUR	-1.12	0.59	0.30	0.83	0.69	0.83
P/E, x	n.a.	n.a.	26.4	9.7	11.1	9.3
Div. aktsia kohta, EUR	0.00	0.02	0.03	0.08	0.10	0.16
Dividenditootlus, %	n.a.	n.a.	0.4	1.0	1.3	2.1
P/B, x	n.a.	n.a.	2.7	1.8	1.8	1.5
EV/Käive, x	n.a.	n.a.	1.2	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA, x	n.a.	n.a.	8.9	6.3	5.7	4.7
EV/EBIT, x	n.a.	n.a.	25.1	10.6	12.0	9.4
Omakapitali tootlus, %	-58.6	43.5	12.5	22.5	14.5	15.3

Allikas: HansaMatrix, LHV, 2018-19E kordajad arvutatud hinnaga 7.65 eurot aktsia kohta

Harju Elekter – 2017 kasv tugev, kuid tavakasum madal

- ✓ PKC aktsiate müügist laekus EUR 25.8m
- ✓ Suuremahulised lepingud komplektalaajaamade tootmiseks
- ✓ Allika tööstuspargi laiendamine
- ✓ Skeleton Technologies – investeering
- ✓ Suuresti laenuvaba
- ✓ Ehitussektori tugevus toetab müüki
- ✓ Rootsi ettevõtte SEBAB ost

- ✗ Aktsia madal likviidsus
- ✗ Madal omakapitali tootlus
- ✗ Kinnisvaraarendusega kaasnevad täiendavad riskid

	Turuhind	Hinnasiht				
Harju Elekter	6.26	4.00-4.20				
Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
Käive, EURm	51	61	61	103	82	84
Käibe kasv, %	4.8	19.9	0.8	67.8	-20.3	2.0
Puhaskasum, EURm	9.7	3.2	3.2	29.1	3.6	3.7
Kasum aktsia kohta, EUR	0.56	0.18	0.18	1.64	0.20	0.21
P/E, x	5.0	14.6	15.6	3.0	30.9	30.0
Div. aktsia kohta, EUR	0.15	0.12	0.18	0.24	0.15	0.16
Dividenditootlus, %	5.4	4.6	6.4	4.8	2.4	2.6
P/B, x	0.8	0.8	0.8	1.3	1.6	1.6
EV/Käive, x	0.8	0.7	0.8	0.7	1.2	1.1
EV/EBITDA, x	10.6	8.7	10.2	9.4	13.3	12.9
EV/EBIT, x	17.8	12.9	15.4	13.1	18.3	17.6
Omakapitali tootlus, %	16.0	5.5	5.4	44.8	5.2	5.2

Allikas: Harju Elekter, LHV, 2018-19E kordajad arvutatud hinnaga 6.26 eurot aktsia kohta

Olainfarm – käibe kasv, kasum stabiilne

- ✓ Venemaa majanduse stabiliseerumine
- ✓ Peamiselt nišši retseptiravimid – pigem vähene konkurents, kõrgemad marginaalid ning stabiilne nõudlus
- ✓ Järkjärguline geograafiline ja tooteportfelli laienemine
- ✓ Head dividendid, mis aitavad kaasa juhtkonna laenude tagasimaksmisele
- ✓ Suhteliselt hea läbipaistvus

- ✗ Põhiomaniku surm ja pärimisega seotud ebakindlus
- ✗ Piiratud laienemispotentsiaal peamiste müügiartiklite osas
- ✗ SRÜ riikidega seonduv kõrgem riskitase
- ✗ Juhtkond alandas 2017 kasumiplaani mitmel korral

	Turuhind		Hinnasiht	
	Olainfarm	8.90	Ülevaatamisel	
Võtmenäitajad	2014	2015	2016	2017
Käive, EURm	94	97	111	122
Käibe kasv, %	20.1	4.0	13.7	10.3
Puhaskasum, EURm	12.2	15.3	11.6	11.6
Kasum aktsia kohta, EUR	0.87	1.08	0.82	0.83
P/E, x	9.3	6.6	10.4	9.7
Div. aktsia kohta, EUR	0.00	0.18	0.66	0.20
Dividenditootlus, %	0.0	2.5	7.8	2.5
P/B, x	1.6	1.1	1.3	1.1
EV/Käive, x	1.4	1.1	1.3	1.1
EV/EBITDA, x	5.8	4.3	8.1	7.6
EV/EBIT, x	7.1	5.8	12.2	11.6
Omakapitali tootlus, %	18.1	18.9	12.6	12.0

Allikas, Olainfarm, LHV

VSS – oodatav tootmise ja kasumi kasv

- ✓ Kasvav globaalne nõudlus klaaskiud toodete järele
- ✓ Tootmismahduse laiendamine, lähijal läheb käiku USA tehas
- ✓ Käibe ja kasumlikkuse paranemine
- ✓ Kontroll kogu tootmisprotsessi üle
- ✓ Käib ülevõtmispakkumine hinnaga EUR 3.52 lõpeb 27.03

- ✗ Aktsia madal likviidsus
- ✗ Juhtkonna prognooside ajalugu
- ✗ Teatav võimalik sõltuvus ja/või huvide konflikt peamiste aktsionäridega
- ✗ 2017 tulemusi pole veel avaldatud (13.04)

	Turuhind	Hinnasiht						
Valmieras Stikla Skiedra	3.48	3.40-3.60	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Võtmenäitajad								
Käive, EURm	108	121	124	135	150	155		
Käibe kasv, %	22.5	11.8	2.5	8.6	11.1	3.3		
Puhaskasum, EURm	7.2	5.5	5.1	8.1	8.9	8.3		
Kasum aktsia kohta, EUR	0.30	0.23	0.21	0.34	0.37	0.35		
P/E, x	12.4	14.8	14.5	10.9	9.4	10.1		
Div. aktsia kohta, EUR	0.12	0.07	0.00	0.10	0.11	0.10		
Dividenditootlus, %	3.2	2.0	0.0	2.8	3.2	3.0		
P/B, x	1.7	1.5	1.4	1.4	1.2	1.1		
EV/Käive, x	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8		
EV/EBITDA, x	7.5	8.0	6.9	5.9	5.0	5.1		
EV/EBIT, x	15.9	19.0	17.1	11.7	9.6	9.9		
Omakapitali tootlus, %	14.5	10.3	9.4	14.2	13.8	11.6		

Allikas: Valmieras Stikla Skiedra, LHV, 2018-19E kordajad arvutatud hinnaga 3.48 eurot aktsia kohta

Aitäh! Küsimusi?

Sander Danil
Vanemanalüütik

sander.danil@lhv.ee